

## FINANCIAMIENTO ESTRUCTURADO

### Informe de Calificación Inicial

# Fideicomiso Financiero Empresur Créditos I

5 de abril de 2023

Este reporte está basado en información provista a febrero de 2023. Este reporte no constituye una recomendación para comprar, mantener o vender instrumentos. La información subsecuente podría resultar en la asignación de una calificación distinta a la calificación asignada.

#### CONTACTO ANALÍTICO PRINCIPAL

**Tomás Benzaquen**  
Buenos Aires  
+(54) 11 4891-2164  
tomas.benzaquen  
@spglobal.com

#### Calificaciones en la escala nacional para Argentina

Clase	Calificación (i)	Monto Inicial (ARS) (ii)	Tasa de Interés (iii)	Subordinación Inicial	Vencimiento Legal
VDF A	raAA (sf)	Hasta 55.797.033	B+100 bps [Min 72%; Max 85%]	27,0%	Enero 2025
VDF B	raBBB+ (sf)	Hasta 3.819.099	B+200 bps [Min 73%; Max 86%]	22,0%	Enero 2025
VDF C	raCCC (sf)	Hasta 11.457.296	70% n.a.	7,0%	Enero 2025

VDF - Valores de deuda fiduciaria. ARS - Pesos argentinos

(i) La calificación está sujeta a cambios en cualquier momento. Esta define la capacidad del emisor para hacer pagos del principal e interés sobre las notas.

(ii) El monto de los valores de deuda fiduciaria puede sufrir variaciones en la fecha de emisión.

(iii) "B" equivale a la Tasa BADLAR Bancos Privados que surge del promedio diario de tasas de interés pagadas por los bancos privados de la República Argentina para depósitos en pesos por un monto mayor a un millón de pesos por periodos de entre 30 y 35 días. "bps" equivale a puntos básicos. "n.a." equivale a nominal anual.

A la fecha del presente comunicado, la emisión aquí mencionada no ha sido aún colocada en el mercado, por lo que algunos o todos los supuestos y factores tomados en cuenta por S&P Global Ratings para asignar la calificación podrían tener modificaciones durante el proceso de cierre y colocación y ello derivar en la modificación de la calificación asignada.

#### CONTACTO SECUNDARIO

**Antonio Zellek, CFA**  
Ciudad de México  
+(52) 55 5081-4484  
antonio.zellek  
@spglobal.com

#### Resumen de la Emisión

Fecha de emisión estimada	Abril de 2023
Autorización de la emisión	Emisión autorizada por el directorio de Empresur S.A en su reunión de fecha 12 de mayo de 2022 y nota del 3 de noviembre de 2022.
Activo Subyacente	Créditos presentes y futuros derivados de los préstamos personales otorgados por el fiduciante y de la utilización de la tarjeta de crédito Qida
Fecha de vencimiento esperada (correspondiente a la tasa de interés mínima)	Valores de Deuda Fiduciaria Clase A: 27 de febrero de 2024 Valores de Deuda Fiduciaria Clase B: 29 de abril de 2024 Valores de Deuda Fiduciaria Clase C: 27 de enero de 2025

## Participantes

Fiduciario	Rosario Administradora Sociedad Fiduciaria S.A.
Fiduciante/Administrador/Agente de Cobro	Empresur S.A.
Organizador	AdCap Securities Argentina S.A.
Agente de Control y Revisión	Daniel H. Zubillaga
Asesores Legales	Pérez Alati, Grondona, Benites & Arntsen

## Fideicomiso Financiero Empresur Créditos I

Empresur consolida su proceso de expansión con la salida al mercado de capitales de su primer fideicomiso financiero

### Estructura de capital

ARS 71.1 millones



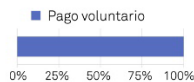
	VDF A	VDF B	VDF C
Calificación	raAA (sf)	raBBB+(sf)	raCCC (sf)
Subordinación real	27,0%	22,0%	7,0%
Tasa de interés máxima	85,0%	86,0%	70,0%

#### Activo subyacente

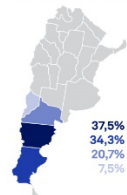


Tarjetas de crédito regionales

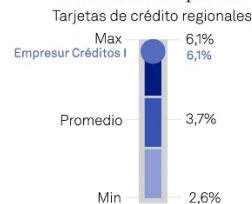
#### Forma de cobro



#### Concentración geográfica



#### Escenario base de pérdida



Fuente: S&P Global Ratings.  
Copyright © 2023 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

## Fundamento de la Calificación

En opinión de S&P Global Ratings, las calificaciones otorgadas a los valores de deuda fiduciaria clase A, clase B y clase C se sustentan en los siguientes aspectos:

**Calidad crediticia de los activos securitizados:** Después de analizar la cartera total del fiduciante y de determinar las pérdidas y supuestos aplicables para cada categoría de calificación, consideramos que los niveles de protección y mejoras crediticias disponibles, que consisten, para los valores de deuda fiduciaria clase A, clase B y clase C, en una subordinación inicial equivalente al 27,0%, 22,0% y 7,0%, respectivamente, calculado sobre el saldo de capital inicial, en un diferencial de tasas entre la tasa de los créditos a ser cedidos al fideicomiso financiero y las tasas de interés que pagarán los valores de deuda fiduciaria, y en una sobreintegración equivalente al 28,0% del valor fideicomitado, son adecuados con el nivel de calificación asignado.

**Mecánica del flujo de fondos:** Aplicamos diversos escenarios de estrés crediticio con el propósito de medir la fortaleza crediticia del flujo de fondos de la transacción de acuerdo con los criterios de S&P Global Ratings para este tipo de activos. La estructura secuencial de pagos implica que los valores de deuda fiduciaria clase A sólo pagarán intereses y capital hasta que estos se cancelen totalmente. Una vez que se repague completamente la clase A, se procederá al pago de capital e

intereses de los valores de deuda fiduciaria clase B, y, por último, se cancelarán los valores de deuda fiduciaria clase C. Este tipo de estructura les brinda una mayor protección a los valores de deuda fiduciaria clase A y garantiza que, en momentos de liquidez limitada, todos los fondos del fideicomiso estén disponibles para repagar a sus inversores.

**Riesgos de contraparte:** Consideramos que, acorde con nuestras metodologías, los niveles de aforo disponibles son suficientes para mitigar el nivel de exposición que tiene el presente fideicomiso tanto a la cuenta fiduciaria como al administrador de los créditos por el riesgo de fungibilidad de fondos.

**Riesgos operativos y administrativos:** Hemos analizado a Empresur S.A. (Empresur) en su rol como administrador y fiduciante. Consideramos que las calificaciones asignadas se encuentran en línea con nuestra evaluación sobre el riesgo de severidad, el riesgo de portabilidad, las condiciones operativas y los atributos clave de desempeño presentes para esta transacción.

**Riesgos legales y regulatorios:** La estructura legal de la serie calificada se adecua a las operaciones cubiertas por la legislación sobre fideicomisos, y se encuentra en línea con nuestros criterios legales. Asimismo, consideramos que la transferencia de los activos al fideicomiso constituye una venta verdadera y que los mismos representan un patrimonio separado del fiduciante y del fiduciario por lo que se encuentran exentos de la acción legal de los acreedores de tales partes.

**Estabilidad de las calificaciones:** Dentro de los escenarios analizados, no esperamos cambios en las calificaciones en el corto plazo.

Los valores de deuda fiduciaria clase C son vulnerables a un incumplimiento de pago y dependen de condiciones del negocio, económicas y financieras favorables para que el deudor cumpla con su compromiso financiero con dicha obligación. Al encontrarse totalmente subordinados en la cascada de pagos, cualquier escenario de estrés que afecte el desempeño del activo subyacente, que incluye el incremento de los niveles de mora y/o precancelaciones, afectará su capacidad de repago.

Las calificaciones de los valores de deuda fiduciaria señalan la probabilidad de pago en tiempo y forma de los intereses y la devolución del capital a la fecha de vencimiento legal de los mismos.

## **Estructura Financiera del Fideicomiso**

Empresur transfirió en forma irrevocable a Rosario Administradora Sociedad Fiduciaria S.A. una cartera de créditos derivados de los préstamos personales otorgados por el fiduciante y de la utilización de las tarjetas de crédito Qida. En contrapartida, el fiduciario emitirá valores de deuda fiduciaria clase A, valores de deuda fiduciaria clase B, y valores de deuda fiduciaria clase C. El vencimiento legal de los valores de deuda fiduciaria se realizará a los 90 días corridos a partir de la fecha de vencimiento normal del crédito de mayor plazo de la cartera cedida.

## **Calidad Crediticia de los Activos Securitizados**

### **Fiduciante**

Empresur es una compañía financiera con sede en Comodoro Rivadavia, Chubut. Comenzó sus actividades en 1990 y concentra sus operaciones en la región patagónica. La compañía brinda servicios financieros a través de su tarjeta de crédito a un segmento del público cuyos ingresos van desde los ARS60.000 hasta los ARS80.000 mensuales, ya sea trabajando bajo relación de

## Informe de Calificación Inicial: Fideicomiso Financiero Empresur Créditos I

dependencia, monotributistas, autónomos o jubilados y pensionados. Adicionalmente, Empresur ofrece una línea de préstamos personales, otorgando un monto máximo de ARS150.000 por crédito.

En la actualidad, Empresur cuenta con más de 8.200 socios activos, 11 sucursales propias y una red de más de 2.600 comercios adheridos que abarcan una gran variedad de rubros comerciales. A febrero de 2023, la compañía contaba con 39 empleados.

### Características de la cartera securitizada

El activo fideicomitado está compuesto por créditos originados en la utilización de la tarjeta de crédito Qida a través de adquisiciones de bienes o servicios y préstamos personales. La tabla a continuación resume las principales características de los créditos cedidos inicialmente:

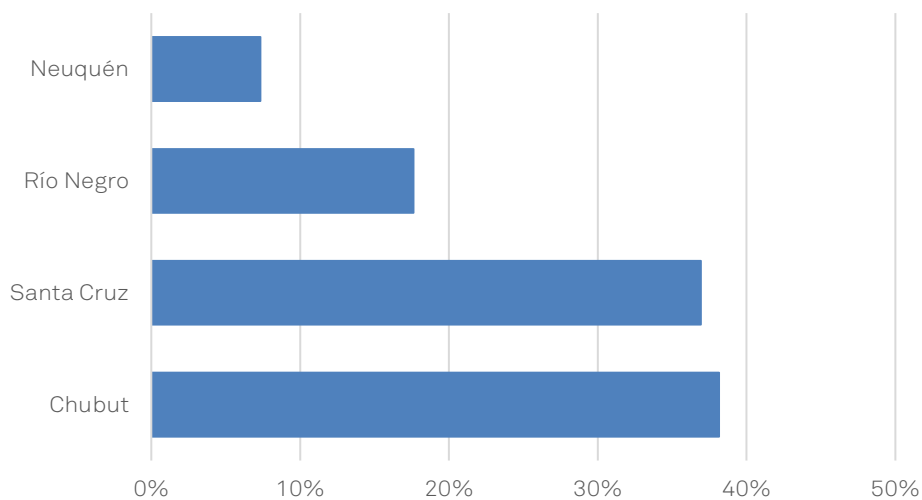
Tabla 1

### Características de la Cartera Inicial

Concepto	Cartera Inicial
Saldo de capital	ARS76.381.976
Saldo de interés	ARS32.019.032
Valor nominal	ARS108.401.008
Tasa interna de retorno	103,2%
Tasa de descuento	35,0%
Valor fideicomitado	ARS98.749.209
Cuentas cedidas	1.647
Saldo de capital promedio (por crédito)	ARS46.376
Plazo remanente (meses)	9,5

Gráfico 1

### FF Empresur Créditos I: Distribución geográfica



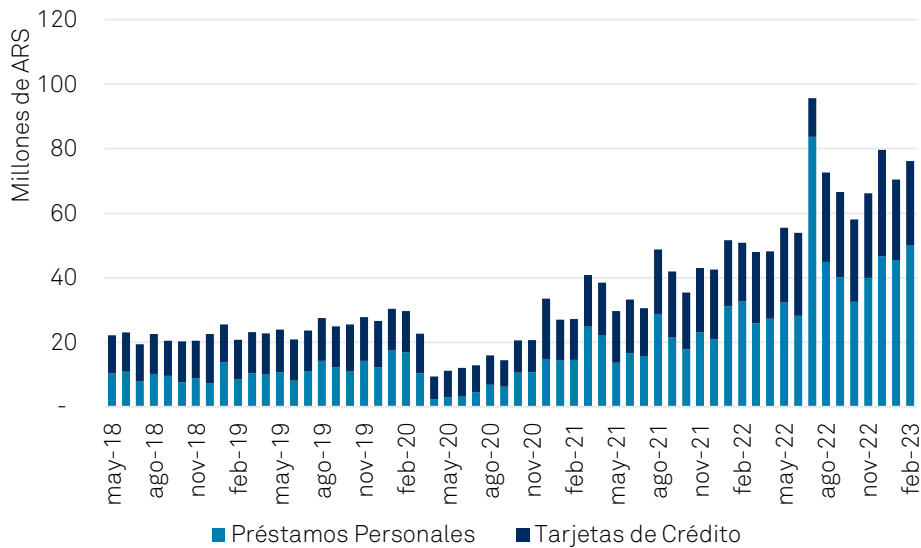
Fuente: S&P Global Ratings con base en información recibida por el organizador.  
Copyright © 2023 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

### Comportamiento histórico de los activos

El gráfico a continuación presenta la evolución de los niveles de originación de Empresur S.A. por tipo producto desde mayo de 2018 hasta febrero de 2023. En 2021, los niveles de originación acumulados tuvieron un incremento interanual de 88,0%, explicado en parte porque los volúmenes de originación aún estaban recuperándose de la fuerte caída en abril de 2020 tras las medidas de confinamiento social, preventivo y obligatorio implementadas por el gobierno nacional para contener los contagios por COVID-19 que incluyeron el cierre de sucursales. En cambio, en 2022, los niveles de originación crecieron un 70,4% en comparación con 2021 en términos nominales, por debajo de la inflación para el mismo período tras la aceleración de dicho índice en el último año y con una mayor participación en préstamos personales dado que se trata del segmento más rentable de la compañía.

Gráfico 2

### Evolución de la originación de Empresur S.A.



Fuente: S&P Global Ratings con base en información recibida por el organizador.  
 Copyright © 2023 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

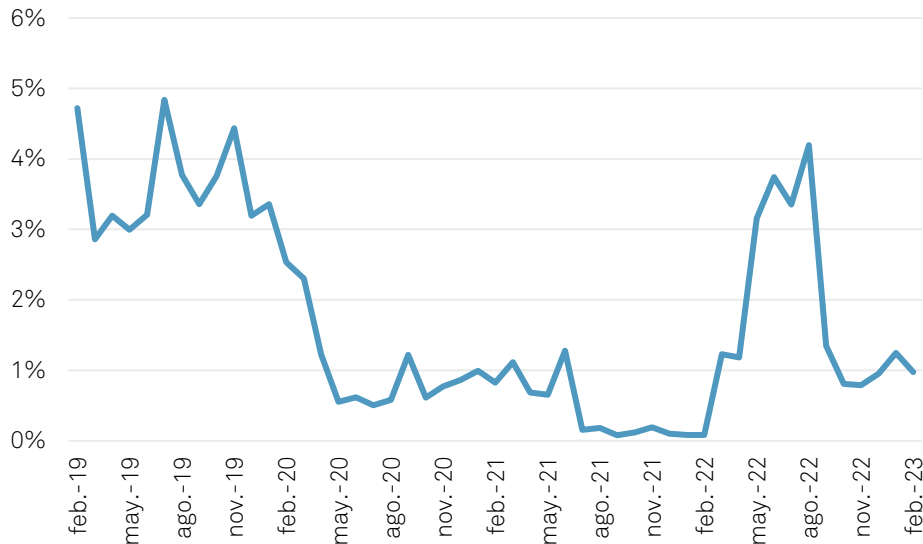
Para determinar la pérdida potencial que podría alcanzar la cartera de créditos del fideicomiso, analizamos la información de cartera dinámica originada por el fiduciante. El desempeño se mide con base en la evolución de los créditos incobrables calculados sobre el saldo mensual de deuda total, con un rezago de seis meses para incorporar el plazo promedio de los créditos securitizados. Este ajuste ha sido tenido en consideración ya que, al calcular el porcentaje de incobrabilidad sobre el saldo de cartera total, el crecimiento del saldo por nuevas originaciones podría resultar en una subestimación del nivel de incobrabilidad de la cartera.

El gráfico a continuación muestra la evolución de los niveles de incobrabilidad calculados sobre el saldo de deuda total. Desde comienzos de 2020, los cambios en la política de gestión de la mora de Empresur permitieron una mejora de los niveles de pérdida, lo que les ha permitido atravesar la pandemia con niveles de incobrabilidad históricamente bajos. Adicionalmente, la compañía restringió sus políticas de originación y mantuvo una base de clientes con buen desempeño, y aumentó el porcentaje de cobranzas que se realizan a través del débito directo de las cuentas de los deudores mediante el sistema de descuento Clave Bancaria Uniforme (CBU).

Sin embargo, durante 2022, los créditos incobrables aumentaron debido al incorrecto barrido de cartera por parte de uno de los gestores de mora tercerizados de la compañía, el cual ya fue reemplazado. Si bien esperamos que los niveles de incobrabilidad se mantengan por debajo de los máximos históricos de la compañía, hemos considerado un ajuste adicional a nuestro escenario base de pérdida para incorporar la posible volatilidad en dichos niveles en los próximos meses.

Gráfico 3

### Empresur: Evolución de los créditos incobrables

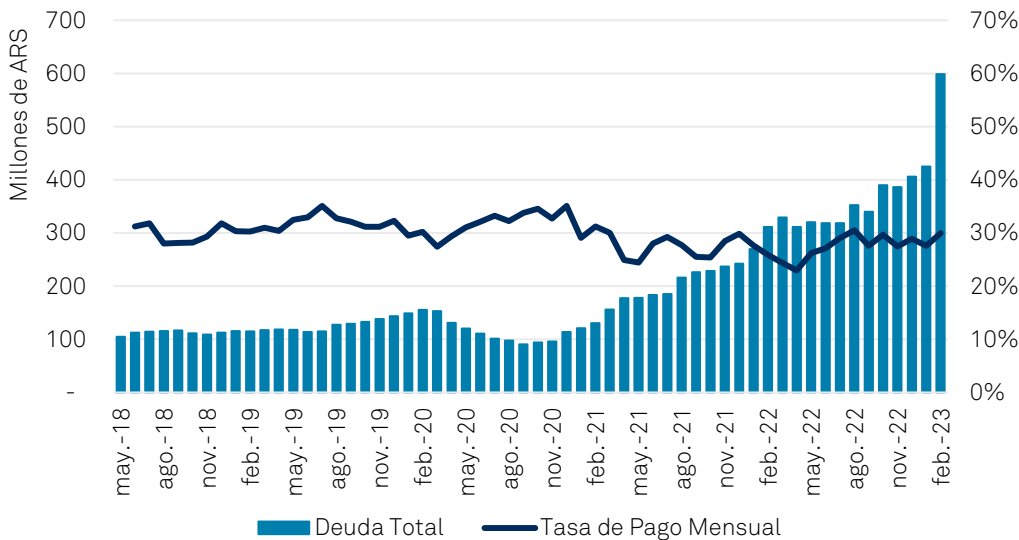


Fuente: S&P Global Ratings con base en información recibida por el organizador.  
Copyright © 2023 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

El siguiente gráfico presenta la evolución del saldo de deuda total de Empresur y la tasa de pago mensual hasta febrero de 2023. Si bien la tasa de pago mensual en los últimos dos años ha sido levemente menor en comparación con años anteriores, consideramos que se compara positivamente con sus pares en el mercado, explicado principalmente por una ratio de pago mínimo sobre deuda exigible para cada mes de alrededor del 90%.

Gráfico 4

**Empresur: Evolución del saldo de deuda total y de la tasa de pago mensual**



Fuente: S&P Global Ratings con base en información recibida por el organizador.  
 Copyright © 2023 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

**Escenario base de pérdida**

En primer lugar, hemos determinado un escenario base de pérdida seleccionando el máximo nivel de incobrabilidad alcanzado durante los últimos 12 meses. Luego, realizamos un ajuste de 45% para incorporar las actuales condiciones macroeconómicas que consideramos podrían incrementar la volatilidad de los niveles de incobrabilidad durante los próximos meses, el perfil de riesgo elevado que tienen sus deudores debido a que pertenecen a un segmento de la población de recursos medios a bajos y que tiene acceso limitado al sistema bancario, y la posible volatilidad en los niveles de incobrabilidad dado el incremento reciente tras el incorrecto desempeño de uno de los gestores tercerizado mencionado anteriormente. El escenario base de pérdida final es 6,1%.

**Tasa de pago mensual**

Para determinar la tasa de pago mensual en el escenario base hemos seleccionado la tasa de pago mensual mínima de los últimos 12 meses para mantener un enfoque conservador dada la volatilidad de esta durante los últimos meses. La tasa de pago mensual resultante es de 23,0%.

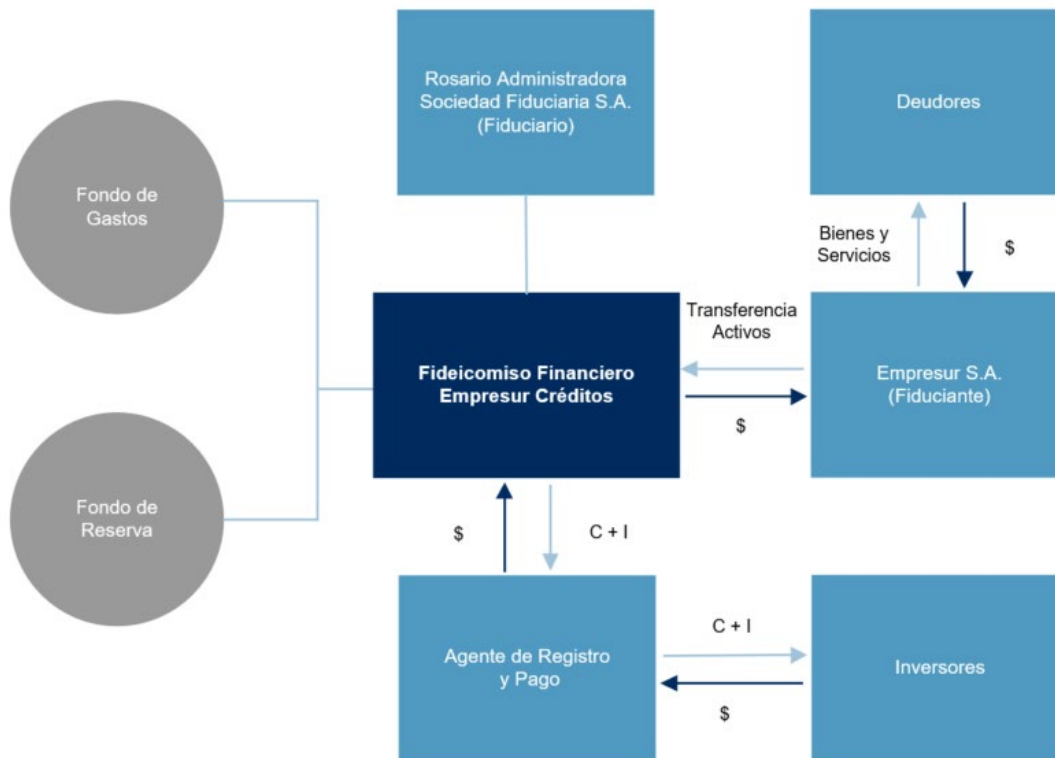
**Factores de estrés y pérdida crediticia**

Los factores de estrés determinados para los VDF clase A y clase B son de 2,0x (veces) y 1,0x, respectivamente. Los mismos incorporan un ajuste correspondiente por riesgo país para reflejar el mayor riesgo que poseen en general los países emergentes en comparación con países desarrollados. En particular para Argentina, el ajuste incorpora la alta inflación, el bajo nivel de actividad medido, como el crecimiento real del producto, la volatilidad económica y la creciente tasa de desempleo. El nivel de estrés aplicado al escenario base de la tasa de pago mensual es equivalente a un recorte de 17,5% para los VDF clase A.

## Estructura de Pago y Mecánica del Flujo de Fondos

Gráfico 5

### Estructura del Fideicomiso Financiero Empresur Créditos I



C+I: Pago de capital e interés

Fuente: S&P Global Ratings.

Copyright © 2023 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

### Orden de prelación de pagos de servicios de deuda

En cada fecha de pago el fiduciario distribuirá las sumas depositadas en la cuenta fiduciaria siguiendo el siguiente orden de prelación de pagos:

- Reposición del fondo de gastos e integración (o reposición de ser necesario) de la cuenta de contingencias
- Reposición de cualquier deficiencia del fondo de reserva
- Pago de intereses atrasados y moratorios de los valores de deuda fiduciaria clase A (de corresponder)
- Pago de intereses correspondientes a la fecha de pago de los valores de deuda fiduciaria clase A
- Pago de amortizaciones correspondientes a los valores de deuda fiduciaria clase A
- Pago de intereses atrasados y moratorios de los valores de deuda fiduciaria clase B (de corresponder)



## Informe de Calificación Inicial: Fideicomiso Financiero Empresur Créditos I

- Pago de intereses correspondientes a la fecha de pago de los valores de deuda fiduciaria clase B
- Pago de amortizaciones correspondientes a los valores de deuda fiduciaria clase B
- Pago de intereses atrasados y moratorios de los valores de deuda fiduciaria clase C (de corresponder)
- Pago de intereses correspondientes a la fecha de pago de los valores de deuda fiduciaria clase C
- Pago de amortizaciones correspondientes a los valores de deuda fiduciaria clase C
- Una vez cancelados los valores de deuda fiduciaria, al reintegro del fondo gastos y del fondo de reserva, que no hubiere sido devuelto con anterioridad
- En caso de corresponder, devolución al fiduciante de la suma equivalente a los gastos deducibles que hayan sido adelantados por éste al inicio de la estructuración del fideicomiso
- Pago de la comisión del administrador
- Transferencia de la sobreintegración y cualquier otro remanente al fideicomisario

### Gastos e impuestos de la transacción

El fiduciante integrará la suma de ARS350.000 con imputación a un fondo de gastos. El mismo se destinará a cancelar los gastos deducibles no aportados por el fiduciante. En cualquier momento en que el fiduciario lo considere necesario, cualquier deficiencia en el monto podrá ser repuesta conforme lo descrito en el orden de prelación de pagos.

### Protecciones y mejoras crediticias

Los VDF clase A; clase B y clase C contarán con una subordinación inicial del 27,0%, 22,0% y 7,0%, respectivamente, valor equivalente a 1 menos el cociente entre el monto a ser emitido y el saldo de capital a ser cedido. Además, la transacción contará con una sobreintegración de ARS27.675.781.

Los valores de deuda fiduciaria se beneficiarán con el diferencial (*spread*) de tasas existente entre la tasa de los créditos a ser cedidos al fideicomiso financiero y las tasas de interés que pagarán los valores de deuda fiduciaria.

### Reservas

El fiduciario retendrá del precio de colocación ARS3.400.000 para constituir inicialmente el fondo de reserva. Luego de la primera fecha de pago de servicios, el fondo de reserva será equivalente al próximo servicio teórico de interés de los valores de deuda fiduciaria clase A. Una vez que se hayan cancelado los valores de deuda fiduciaria clase A, el fondo será equivalente a ARS100.000, hasta la cancelación total de los valores de deuda fiduciaria clase B. Este será utilizado para hacer frente al pago de intereses en la medida en que los fondos existentes en la cuenta fiduciaria no fueran suficientes a tal fin, o ante un incumplimiento de las obligaciones del administrador para que el fiduciario pueda hacer frente a los gastos en que deba incurrir a los fines de sustituir al administrador o restituir toda la cobranza no rendida por el mismo.

Las cuentas necesarias para depositar las cobranzas de los créditos securitizados, así como las cuentas necesarias para el depósito de los fondos de reserva, de gastos, y otras inversiones existirán separadas de todas las otras cuentas que el fiduciario mantenga para sus operaciones, y no deberán mezclarse o confundirse con ningún activo del fiduciario.

### **Eventos especiales**

La amortización de los VDF podría verse modificada ante la ocurrencia de un evento especial. De los eventos especiales que presenta la serie, se destacan principalmente los siguientes:

- Si durante dos períodos de cobranza consecutivos, la cobranza de la cartera fuera inferior al 55% de los vencimientos exigibles de dicha cartera para dichos períodos de cobranza consecutivos.
- Si los vencimientos exigibles de los créditos con atraso menor a 90 días en un período de cobranza fueran inferiores al 150% del monto correspondiente a servicios de los valores de deuda fiduciaria en la próxima fecha de pago de servicios.
- Si la sumatoria del valor fideicomitado de los créditos con atraso menor a 90 días más la sumatoria del fondo de reserva, los fondos depositados en cualesquiera de las cuentas fiduciarias y la cobranza durante la vigencia de los valores de deuda fiduciaria fuese inferior al 85% al valor residual de los valores fiduciarios.
- Si en cualquier momento los créditos con atraso mayor a 90 días superan el 15% de la cartera.

De tener lugar alguno de dichos eventos, el fiduciario destinará la totalidad de las sumas que ingresaren en la cuenta fiduciaria al pago anticipado de los VDF.

### **Análisis del flujo de fondos**

Para la calificación de transacciones de financiamiento estructurado, S&P Global Ratings realiza un análisis de la suficiencia de los flujos durante la vida esperada de la transacción para garantizar el pago en tiempo y forma de los intereses y del capital a los inversores. Las variables analizadas para realizar el análisis del flujo de fondos fueron las siguientes:

- Momento de la pérdida: Las pérdidas crediticias fueron aplicadas dentro del primer año de vida de la transacción, distribuidas linealmente durante los primeros siete meses para los valores de deuda fiduciaria clase A y B.
- Retorno anual esperado: Para realizar este análisis de sensibilidad se consideró una tasa de interés que ascendió hasta un 85% nominal anual para los valores de deuda fiduciaria clase A y hasta un 86% para los valores de deuda fiduciaria clase B.
- Gastos extraordinarios: Hemos asumido un 0,35% sobre el saldo de capital como gastos extraordinarios para contemplar cualquier omisión o subestimación de gastos por parte del emisor. Estos contemplan cualquier contingencia que pudiera ocurrir durante la vida del fideicomiso.

El resultado del análisis crediticio determinó que los flujos de fondos de la cartera securitizada son suficientes para soportar las pérdidas crediticias acumuladas bajo los escenarios de calificación analizados.

### **Análisis de sensibilidad**

Como parte de nuestro análisis de sensibilidad, analizamos cuál sería el potencial impacto a la baja de las calificaciones ante incrementos en el escenario base de pérdida definido para esta transacción. El resultado del análisis fue que, ante un incremento en nuestro escenario base de

pérdida de 10%, las calificaciones de los valores de deuda fiduciaria podrían sufrir un impacto a la baja. Sin embargo, al incorporar la estructura de amortización que resulta en niveles de subordinación crecientes a lo largo de la vida de la transacción, no esperamos cambios en las calificaciones.

## Riesgo de Contraparte

El análisis del riesgo de contraparte considera la exposición que tiene el fideicomiso a instituciones donde se mantienen cuentas claves o sobre aquellos participantes sobre los cuales recaen ciertas obligaciones con consecuencias directas sobre la transacción, como, por ejemplo: administrador de los activos securitizados, proveedor de contratos de derivados, etc.

### Cuenta fiduciaria

La cuenta fiduciaria se encuentra radicada en Banco Macro S.A., de acuerdo con el análisis realizado por S&P Global Ratings, las protecciones crediticias disponibles son suficientes para mitigar el nivel de exposición que tiene el presente fideicomiso a dicha institución.

### Riesgo de fungibilidad de los activos

Hemos determinado el riesgo de fungibilidad de los activos como el monto equivalente a 3x la cobranza diaria dado que el fiduciante tiene hasta 72 horas para transferir las cobranzas recibidas a la cuenta fiduciaria. Consideramos que las protecciones crediticias disponibles son suficientes para cubrir este eventual riesgo.

## Riesgos Operativos y Administrativos

El análisis del riesgo operativo se enfoca en los participantes clave de la transacción (PCT). Un PCT es una entidad cuya incapacidad para llevar a cabo las tareas contratadas genera un riesgo para el desempeño esperado de una titulización (securitización), de manera tal que puede afectar adversamente las calificaciones de la transacción. El marco distingue entre un PCT que lleva a cabo un rol, que, en esencia, afecta el desempeño del colateral (PCT de desempeño) -por ejemplo, administradores de activos en general- y un PCT que cumple un rol que, aunque esencial, generalmente es de naturaleza administrativa (PCT administrativos) -por ejemplo, fiduciarios o agentes de pago. Para esta transacción hemos identificado los siguientes PCT de desempeño:

Tabla 2

### PCT de desempeño

Participante	Rol	Responsabilidades principales
Empresur S.A.	Administrador/Fiduciante	Realizar el cobro de los créditos y transferir las cobranzas a la cuenta fiduciaria

Tabla 3

### Resumen del Análisis de Riesgo Operacional

Riesgo de Severidad	Riesgo de Portabilidad	Riesgo de Interrupción	PCT de respaldo
Alto	Alto	Alto	No especificado

### **Riesgo de severidad**

La evaluación se basa en la sensibilidad del desempeño del activo securitizado a la interrupción del servicio del PCT ya que el criterio evalúa cualitativamente cómo se desempeñarían los activos en caso de dicha interrupción. De acuerdo con el análisis que realizó S&P Global Ratings, la interrupción por parte de Empresur en el desarrollo de sus funciones podría generar un rápido crecimiento en los niveles de morosidad de los créditos securitizados. Por lo tanto, se considera que el riesgo de severidad es alto.

### **Riesgo de portabilidad**

El segundo paso evalúa la posibilidad de que el PCT pudiera reemplazarse tras la interrupción de su servicio. La evaluación del riesgo de portabilidad incluye la revisión del mercado para el rol del PCT en la securitización considerando la región, el tipo de activo y sus responsabilidades. La evaluación también toma en cuenta la compatibilidad de los sistemas del PCT con aquellos participantes del mercado que potencialmente lo reemplazarían, el grado en que el contrato de la securitización es consistente con los estándares del mercado, los derechos contractuales y legales del emisor para dar por terminado el servicio del PCT, si la transacción incluye una parte de control que pueda designar un PCT de reemplazo, y la capacidad de la transacción para pagar las comisiones que incentiven a un PCT de reemplazo. Tomando en cuenta todos estos factores, la evaluación del riesgo de portabilidad para Empresur es considerado alto.

### **Riesgo de interrupción**

Contempla la interrupción de los servicios por parte del PCT ante la posibilidad de que dicha entidad se vuelva insolvente. La evaluación del riesgo de interrupción se basa en la capacidad y voluntad del PCT para llevar a cabo sus funciones –específicamente, los factores de evaluación incluyen la calidad crediticia del PCT, la tasa de crecimiento de su cartera, experiencia e historial, y si el PCT tiene valor de franquicia. Como parte del análisis de este riesgo también hemos analizado la evolución de los estados contables de Empresur de los últimos tres años. El análisis del riesgo de interrupción para la compañía es considerado alto.

### **PCT de respaldo**

La transacción no cuenta con un PCT de respaldo.

### **Calificación máxima potencial**

S&P Global Ratings ha identificado otros riesgos operativos que podrían eventualmente afectar el desempeño de Empresur tales como su limitado acceso a líneas de crédito bancarias y su falta de historial como administrador de créditos fideicomitados. Adicionalmente, S&P Global Ratings considera que las desafiantes condiciones económicas en Argentina podrían debilitar los fundamentos crediticios de este tipo de compañías, con presiones continuas sobre la calidad de ciertos activos, rentabilidad y potencialmente sobre su solvencia y liquidez. Como conclusión, S&P Global Ratings considera que las calificaciones otorgadas a los valores de deuda fiduciaria del presente fideicomiso están limitadas por los riesgos operativos identificados para esta transacción.

## **Riesgos Legales y Regulatorios**

Se han evaluado y analizado los aspectos legales de los documentos de la transacción. Para ello se ha contado con la colaboración de los asesores legales del fideicomiso y de los asesores legales de S&P Global Ratings. Se ha analizado la siguiente documentación:

- Suplemento de Prospecto preliminar del Fideicomiso Financiero Empresur Créditos I
- Contrato Suplementario preliminar del Fideicomiso Financiero Empresur Créditos I
- Opinión Legal preliminar provista por Pérez Alati, Grondona, Benites & Arntsen

S&P Global Ratings aún debe recibir la documentación legal final a confeccionarse en la fecha de emisión.

### **Aislamiento de los activos**

El análisis legal se ha realizado teniendo en consideración las siguientes normas: el Código Civil y Comercial de la Nación, la Ley de Mercado de Capitales (ley 26.831) y la Ley de Financiamiento Productivo (ley 27.440). Consideramos que la venta de los activos del fiduciante al fideicomiso representa una venta verdadera bajo el régimen legal aplicable, y que los mismos constituyen un patrimonio separado del fiduciario y del fiduciante.

### **Riesgo de insolvencia en entidades de propósito específico**

Para evaluar el aislamiento del riesgo de insolvencia, S&P Global Ratings toma en consideración los siguientes factores: restricciones sobre objetos y poderes, limitaciones de deuda, directores independientes, restricciones para fusión o reorganización, limitaciones en las modificaciones a documentos de constitución, disociación, y derechos reales de garantía sobre los activos. Luego del análisis de la documentación consideramos que los aspectos legales del fideicomiso respaldan el aislamiento del riesgo de insolvencia.

## **Síntesis Metodológica de Calificación**

- [Metodología de Calificación de S&P Global Ratings para Financiamiento Estructurado - Argentina](#)

## **Fuentes de Información**

- Documentos legales preliminares de fecha 3 de abril de 2023, disponibles en 25 de Mayo 175, Ciudad Autónoma de Buenos Aires, Argentina.
- Opinión Legal preliminar provista por los asesores legales de fecha 16 de diciembre de 2021, disponible en Suipacha 1111, Piso 18, Ciudad Autónoma de Buenos Aires, Argentina.
- Información provista por el fiduciante de fecha 28 de febrero de 2023, disponible en 25 de Mayo 829, Comodoro Rivadavia, Chubut, Argentina.
- Información provista por el organizador de fecha 28 de febrero de 2023, disponible en Ortiz de Ocampo 3250, Piso 4, Ciudad Autónoma de Buenos Aires, Argentina.

## Definiciones de Calificación

La escala nacional de calificaciones para la República Argentina utiliza los símbolos globales de S&P Global Ratings con la adición del prefijo "ra" (República Argentina) y está dirigida al mercado financiero argentino, no siendo directamente comparable con la escala global de calificaciones de S&P Global Ratings.

El sufijo 'sf' se asigna a las calificaciones de "instrumentos de financiamiento estructurado" cuando se requiere para cumplir con requerimientos regulatorios o legales o cuando S&P Global Ratings considera que es apropiado. La incorporación de este sufijo a una calificación crediticia no cambia la definición de dicha calificación ni muestra opinión sobre la calidad crediticia de la emisión.

Las calificaciones crediticias comprendidas de la 'raAA' a la 'raCCC' podrán ser modificadas agregándoles un signo de más (+) o menos (-) para destacar su relativa fortaleza o debilidad dentro de cada categoría de calificación.

raAA: Una obligación calificada 'raAA', difiere tan solo en un pequeño grado de las calificadas con la máxima categoría. Indica que la capacidad de pago del emisor para cumplir con sus compromisos financieros sobre la obligación es muy fuerte en relación con otros emisores en el mercado nacional.

raBBB: Una obligación calificada 'raBBB' contempla parámetros de protección adecuados en relación con otras obligaciones en el mercado nacional, pero es más probable que condiciones económicas adversas o cambios circunstanciales lleven a un debilitamiento de la capacidad del emisor para cumplir sus compromisos financieros sobre la obligación.

raCCC: Una obligación calificada 'raCCC' contempla una identificada posibilidad de incumplimiento de pago en relación con otras obligaciones en el mercado nacional, y depende de condiciones favorables tanto del negocio como financieras para que el emisor cumpla con sus compromisos financieros sobre la obligación. En el caso de que se presentaran condiciones adversas en el negocio, financieras o de la economía, lo más factible sería que el emisor no contara con la capacidad de hacer frente a sus compromisos financieros sobre la obligación.

## Servicios Afines

Los Servicios Afines provistos por S&P Global Ratings Argentina S.R.L., Agente de Calificación de Riesgo son publicados en su página web, para verlos haga clic [aquí](#).

## Definiciones de Incumplimiento

Una obligación calificada con 'D' se encuentra en default o en violación de una promesa imputada. Para los instrumentos de capital no híbrido, la categoría de calificación 'D' se aplica cuando los pagos de una obligación no se realizaron en la fecha de vencimiento, a menos que S&P Global Ratings considere que dichos pagos se cubrirán dentro de los próximos cinco días hábiles en ausencia de un periodo de gracia establecido o bien dentro del periodo de gracia establecido o los próximos 30 días calendario, lo que suceda primero. La calificación 'D' también se usará cuando el emisor se declare en quiebra o cuando tome alguna acción similar y cuando el incumplimiento de una obligación es una certeza virtual, por ejemplo, debido a provisiones de suspensión automática. La calificación de una obligación se baja a 'D' si está sujeta a una reestructura de deuda en condiciones desventajosas (*distressed*).

Copyright © 2023 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

Ningún contenido (incluyendo calificaciones, análisis e información crediticia relacionada, valuaciones, modelos, software u otra aplicación o resultado derivado del mismo) o cualquier parte aquí indicada (Contenido) puede ser modificada, revertida, reproducida o distribuida en forma alguna y/o por medio alguno, ni almacenada en una base de datos o sistema de recuperación de información sin permiso previo por escrito de Standard & Poor's Financial Services LLC o sus filiales (en general, S&P). El Contenido no debe usarse para ningún propósito ilegal o no autorizado. S&P y sus proveedores así como sus directivos, funcionarios, accionistas, empleados o agentes (en general las Partes de S&P) no garantizan la exactitud, integridad, oportunidad o disponibilidad del Contenido. Las Partes de S&P no son responsables de errores u omisiones (por descuido o alguna otra razón), independientemente de su causa, de los resultados obtenidos a partir del uso del Contenido o de la seguridad o mantenimiento de cualquier información ingresada por el usuario. El Contenido se ofrece sobre una base "como está". LAS PARTES DE S&P DENIEGAN TODAS Y CUALQUIER GARANTÍAS EXPLÍCITAS O IMPLÍCITAS, INCLUYENDO, PERO SIN LIMITACIÓN DE, CUALESQUIER GARANTÍA DE COMERCIALIZACIÓN O ADECUACIÓN PARA UN PROPÓSITO O USO EN PARTICULAR, DE AUSENCIA DE DEFECTOS, DE ERRORES O DEFECTOS EN EL SOFTWARE, DE INTERRUPCIÓN EN EL FUNCIONAMIENTO DEL CONTENIDO O DE OPERACIÓN DEL CONTENIDO CON CUALQUIER CONFIGURACIÓN DE SOFTWARE O HARDWARE. En ningún caso, las Partes de S&P serán sujetos de demanda por terceros derivada de daños, costos, gastos, honorarios legales o pérdidas (incluyendo, sin limitación, pérdidas de ingresos o de ganancias y costos de oportunidad o pérdidas causadas por negligencia) directos, indirectos, incidentales, punitivos, compensatorios, ejemplares, especiales o consecuenciales en conexión con cualesquier uso del Contenido incluso si se advirtió de la posibilidad de tales daños.

Los análisis crediticios relacionados y otros estudios, incluyendo las calificaciones, y las declaraciones en el Contenido son opiniones a la fecha en que se expresan y no declaraciones de hecho. Las opiniones, análisis y decisiones de reconocimiento de calificaciones (descrito abajo) no son recomendaciones para comprar, mantener o vender ningún instrumento o para tomar decisión de inversión alguna y no se refieren a la conveniencia de ningún instrumento o título-valor. S&P no asume obligación para actualizar el Contenido tras su publicación en cualquier forma o formato. No debe dependerse del Contenido y éste no es sustituto de la capacidad, juicio y experiencia del usuario, de su administración, empleados, asesores y/o clientes al realizar inversiones y tomar otras decisiones de negocio. S&P no actúa como fiduciario o asesor de inversiones excepto donde está registrado como tal. Aunque S&P ha obtenido información de fuentes que considera confiables, no realiza actividad de auditoría ni asume la tarea de revisión o verificación independiente de la información que recibe. Las publicaciones relacionadas con calificaciones pueden publicarse por diversas razones que no dependen necesariamente de una acción por parte de los comités de calificación, incluyendo, pero sin limitarse, a la publicación de una actualización periódica de una calificación crediticia y análisis relacionados.

En la medida en que las autoridades regulatorias permitan a una agencia calificadora reconocer en una jurisdicción una calificación asignada en otra jurisdicción para ciertos propósitos regulatorios, S&P se reserva el derecho de asignar, retirar o suspender tal reconocimiento en cualquier momento y a su sola discreción. Las Partes de S&P no asumen ningún deber u obligación derivado de la asignación, retiro o suspensión de tal reconocimiento así como cualquier responsabilidad respecto de daños en los que presuntamente se incurra como resultado de ello.

S&P mantiene algunas actividades de sus unidades de negocios independientes entre sí a fin de preservar la independencia y objetividad de sus respectivas actividades. Como resultado de ello, algunas unidades de negocio de S&P podrían tener información que no está disponible a otras de sus unidades de negocios. S&P ha establecido políticas y procedimientos para mantener la confidencialidad de la información no pública recibida en conexión con cada uno de los procesos analíticos.

S&P recibe un honorario por sus servicios de calificación y por sus análisis, normalmente de parte de los emisores de los títulos o por suscriptores de los mismos o por los deudores. S&P se reserva el derecho de diseminar sus opiniones y análisis. Las calificaciones y análisis públicos de S&P están disponibles en sus sitios web, [www.spglobal.com/ratings/es/](http://www.spglobal.com/ratings/es/) (gratuitos) y en [www.ratingsdirect.com](http://www.ratingsdirect.com) (por suscripción) y podrían distribuirse por otros medios, incluyendo las publicaciones de S&P y por redistribuidores externos. Información adicional sobre los honorarios por servicios de calificación está disponible en [www.spglobal.com/usratingsfees](http://www.spglobal.com/usratingsfees).

STANDARD & POOR'S, S&P y RATINGSDIRECT son marcas registradas de Standard & Poor's Financial Services LLC.

La escala nacional de calificaciones para la República Argentina utiliza los símbolos globales de S&P Global Ratings con la adición del prefijo 'ra' (República Argentina) y está dirigida al mercado financiero argentino, no siendo directamente comparable con la escala global de calificaciones de S&P Global Ratings. La escala completa está disponible en [www.spglobal.com/ratings/es/](http://www.spglobal.com/ratings/es/)

S&P Global Ratings Argentina S.R.L., Agente de Calificación de Riesgo, Registro CNV N°5, una unidad de S&P Global Ratings, Leandro N. Alem 815, Piso 3° (C1001AAD), Buenos Aires, Argentina. Prohibida su reproducción total o parcial.